

2012 年新疆北新路桥集团股份有限公司

**公司债券 2018 年跟踪
信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，
本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续
期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证
券信用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第【440】号 02

债券简称: 12 北新债

增信方式: 保证担保

担保主体: 新疆生产建设兵团建设工程(集团)有限责任公司

债券剩余规模: 4.8 亿元

债券到期日期: 2018 年 12 月 19 日

债券偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本, 附第三年末上调票面利率及投资者回售选择权

分析师

姓名:
蒋志超 刘伟强

电话:
0755-8287 1651

邮箱:
jiangzhch@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司建筑施工行业评级方法, 该评级方法已披露于公司官方网站

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

2012 年新疆北新路桥集团股份有限公司公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 06 月 11 日	2017 年 05 月 18 日

评级观点:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对新疆北新路桥集团股份有限公司(以下简称“北新路桥”或“公司”,股票代码:002307)及其 2012 年 12 月发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2018 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到:公司新疆以外省份(以下简称“疆外”)新增订单规模和收入均增长较快,在手订单规模较大,未来收入来源较有保障;新疆生产建设兵团建设工程(集团)有限责任公司(以下简称“兵团建工”)提供的保证担保能为本期债券本息偿付提供较好保障。同时鹏元也关注到,公司新疆(以下简称“疆内”)业务拓展易受疆内政策变动的不利影响,国外路桥工程毛利率水平表现亏损,存在一定不确定性;公司资产流动性一般,有息债务规模进一步攀升,仍存在较大偿债压力;公司重大诉讼事项对未来利润影响具有不确定性等风险因素。

正面:

- 公司疆外新增订单规模和收入均增长较快。公司疆外项目拓展较好,2017 年公司疆外新承接订单数 19 个,规模约为 196.99 亿元,同比增长 62.13%,2017 年公司疆外收入 42.84 亿元,同比增长 58.73%。
- 公司在手订单规模较大,未来收入较有保障。公司拥有公路工程施工总承包特级等资质,品牌知名度较好。2017 年公司新承接订单合同金额合计 283.03 亿元,较上年大幅增长 40.98%;截至 2017 年末,公司已开工未完工项目数 194 个,金额合计 314.06 亿元,已签约未开工项目数 14 个,金额合计 65.19 亿元,未来收入来源较有保障。

- **兵团建工提供的保证担保能为本期债券本息偿付提供较好保障。**兵团建工经营较为稳定，经鹏元综合评定，兵团建工主体长期信用等级为 AA，由其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能为本期债券的本息偿付提供较好保障。

关注：

- **公司疆内业务易受疆内政策变动的不利影响，国外路桥工程业务表现亏损，存在一定不确定性。**2017 年公司疆内新承接订单数量为 46 个，较上年有所下降，疆内业务拓展易受疆内政策变动的不利影响。2017 年公司国外路桥工程收入 13.55 亿元，毛利率为-0.74%，表现亏损，由于国外路桥工程收入盈利能力较差且受当地政治局势和经济状况影响较大，国外业务发展存在一定的不确定性。
- **公司资产中工程类资产占比较大，整体资产流动性一般。**2017 年末公司应收款项占资产比重为 20.75%，应收款项规模较大且存在一定回收风险；公司资产中存货、长期应收款和在建工程占比合计 51.02%，整体资产流动性一般。
- **公司有息债务规模进一步攀升，仍存在较大偿债压力。**2018 年 3 月末公司资产负债率为 82.45%，有息债务上升至 86.63 亿元，占债务总额比重为 53.24%，有息债务规模较 2016 年末增长 48.22%，公司存在较大偿债压力。
- **公司重大诉讼事项对未来利润影响具有不确定性。**公司诉中国新型房屋集团有限公司（以下简称“中新房集团”）、四川巴万高速公路有限公司（以下简称“巴万高速公司”）定金合同纠纷案件于 2016 年 12 月获法院立案受理，涉案金额 4.37 亿元，公司已对该笔定金本金 2.00 亿元计提坏账准备 0.10 亿元，截至 2018 年 3 月末该案已审理完毕但尚未进行一审判决，该笔定金存在一定回收风险且回收时间不确定，对公司未来利润影响具有不确定性。

公司主要财务指标：

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,973,433.24	1,952,048.09	1,537,082.31	1,270,805.29
归属于母公司所有者权益合计（万元）	188,353.93	183,038.67	176,255.07	148,350.60
有息债务（万元）	866,295.59	809,276.05	584,472.90	543,107.45
资产负债率	82.45%	83.42%	81.68%	79.91%
流动比率	1.22	1.07	1.20	1.26
速动比率	0.85	0.72	0.73	0.85
营业总收入（万元）	113,335.12	980,643.99	652,995.63	511,808.87
营业利润（万元）	631.30	12,638.59	4,453.41	-90.10

净利润（万元）	111.17	5,044.54	3,090.62	907.38
综合毛利率	11.87%	9.09%	9.54%	11.09%
总资产回报率	-	1.72%	1.44%	1.34%
EBITDA（万元）	-	46,622.97	36,123.19	28,851.53
EBITDA 利息保障倍数	-	2.35	2.31	2.05
经营活动产生的现金流量净额（万元）	-24,577.03	35,855.40	17,588.32	-4,802.10

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告和未经审计的 2018 年一季报，鹏元整理

兵团建工主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	4,346,693.29	3,103,987.79	2,420,527.51
归属于母公司所有者权益（万元）	830,551.15	621,671.41	405,159.48
资产负债率	74.42%	72.39%	74.42%
营业收入（万元）	2,896,372.12	2,694,347.98	2,313,168.03
净利润（万元）	45,613.00	64,752.68	47,162.87
经营活动现金流净额（万元）	89,347.23	8,950.94	63,622.67

资料来源：兵团建工提供，鹏元整理

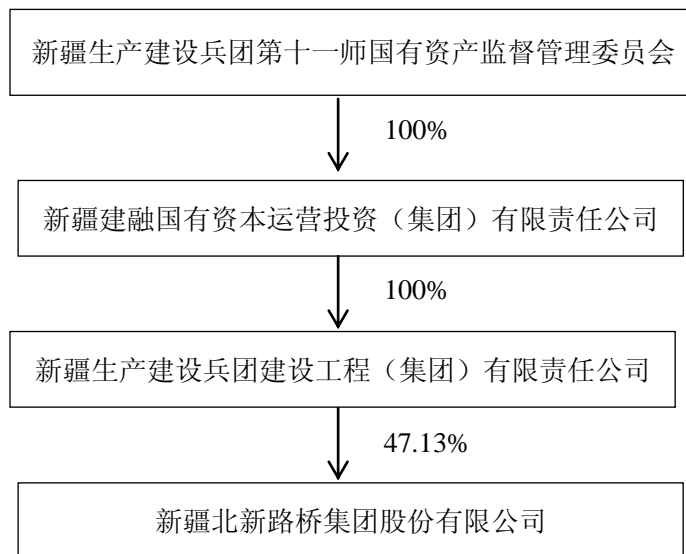
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2012年12月19日发行4.80亿元公司债券，债券期限为6年，附第3年末公司上调票面利率及投资者回售选择权。本期债券募集资金全部用于补充公司流动资金，截至2017年末，本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

截至2018年3月末，公司总股本由2016年末的55,732.72万元增加至56,137.90万元，主要系公司非公开发行股票于2017年12月1日上市，新增股份总量为4,051,863股。另外，公司实际控制人新疆生产建设兵团第十一师国有资产监督管理委员会（简称“十一师国资委”）将其持有公司控股股东兵团建工100%的股权无偿划转给新疆建融国有资本运营投资（集团）有限责任公司（简称“建融资本集团”），上述股权划转事项已于2017年12月26日完成工商变更登记。兵团建工、建融资本集团均是十一师国资委下属的国有独资公司，本次股权划转属于企业国有产权无偿划转，公司最终实际控制人、控股股东和主营业务未发生变化。本次股权划转后，公司的股权结构图如下：

图1 截至2018年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2018年3月末，公司控股股东仍为兵团建工，实际控制人仍为十一师国资委，公司股本为56,137.90万元，股东情况如下表所示：

表1 截至 2018 年 3 月末公司前十大股东持股情况

股东名称	持股数量 (万股)	持股比例
新疆生产建设兵团建设工程 (集团) 有限责任公司	26,457.78	47.13%
中央汇金资产管理有限责任公司	692.11	1.23%
张党文	196.32	0.35%
张申刚	182.75	0.33%
刘家艳	88.59	0.16%
黄华康	87.63	0.16%
张立中	84.79	0.15%
罗相全	68.80	0.12%
柴德华	68.22	0.12%
领航投资澳洲有限公司-领航新兴市场股指基金 (交易所)	59.96	0.11%
合计	27,986.96	49.86%

资料来源: Wind 资讯, 鹏元整理

2017年公司新纳入合并范围的子公司10家, 具体如下表所示。

表2 2017 年公司合并报表范围新增子公司情况 (单位: 万元)

子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式
四川北新天墨投资发展有限公司	81.49%	270,100.00	新设
重庆北新天晨建设发展有限公司	100%	59,800.00	新设
阿拉尔市北新建设工程有限公司	100%	1,000.00	新设
重庆鼎咨工程管理有限公司	100%	5,000.00	新设
四川北新天祥工程管理有限公司	51%	80,000.00	新设
新疆北新南拓商贸有限公司	100%	5,000.00	新设
新疆北新天河建筑工程有限公司	100%	500.00	新设
重庆市北新巴蜀中学校	100%	10.00	新设
重庆市星月园林景观工程有限公司	51.00%	2,008.00	非同一控制
重庆北新天晟贸易有限公司	100%	5,000.00	同一控制

资料来源: 公司 2017 年审计报告, 鹏元整理

截至2018年3月末, 公司资产总额为197.34亿元, 归属于母公司的所有者权益为18.84亿元, 资产负债率为82.45%; 2017年度, 公司实现营业收入98.06亿元, 净利润5,044.54万元, 经营活动产生的现金流量净流入3.59亿元。

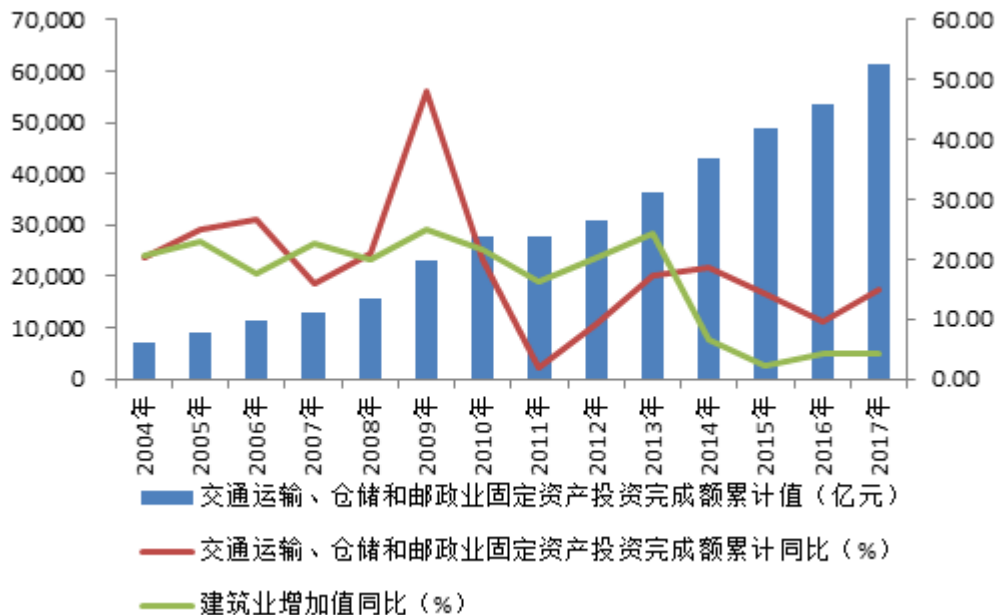
三、运营环境

2017年建筑行业增加值增速有所下滑, 其强周期性易受宏观经济增速放缓和固定资产投资增速下降影响而存在一定压力, “一带一路”等政策的实施仍为建筑业整体发展提供较好的支

撑

建筑业作为国民经济的重要基础产业，其运行周期性较强，发展情况受宏观经济发展波动影响较大。近年我国宏观经济增速放缓明显，2017年国内生产总值（GDP）为82.71万亿元，增长率为6.9%，2017年实现2011年以来首次GDP增速回升，在经济增长放缓筑底的形势下，固定资产投资增长乏力，投资增速仍有所下降，2017年全年固定资产投资完成额（不含农户）631,684亿元，同比增长7.2%，增速较2016年下降0.9个百分点。由于建筑业与我国宏观经济形势具有高度相关性，在国内生产总值以及固定资产投资增速放缓的背景下，我国建筑业增加值增速也随之放缓，根据国家统计局数据，2017年建筑业增加值55,689亿元，比上年增长4.3%，增速较2016年下降2.3个百分点，建筑行业未来发展仍面临一定压力。另外，考虑到我国经济增长带动力量中投资驱动仍占较大比重，在目前经济结构转型调整过程中，建设相对滞后的铁路、公路等基建投资便成为经济稳增长的重要支撑，2017年我国以道路运输和铁路运输为代表的交通运输业固定资产投资规模保持稳定增长，交通运输业（含仓储和邮政业）固定资产投资完成额为61,186亿元，同比增长14.8%，增速较2016年提高5.3个百分点。

图2 近年我国固定资产投资和建筑业增加值及增速情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

政策方面，随着我国高速公路网和铁路网络的建设和推进以及“一带一路”战略实施，将推动我国道路运输、铁路运输等基础设施建设投资将持续增长，为建筑行业发展提供了较好的外部环境。“十三五”时期作为我国交通基础设施连线成网的关键期，交通基础设施建设的主要任务是围绕国家“一带一路”、“京津冀一体化”和“长江经济带”三大战略，加快建设六大

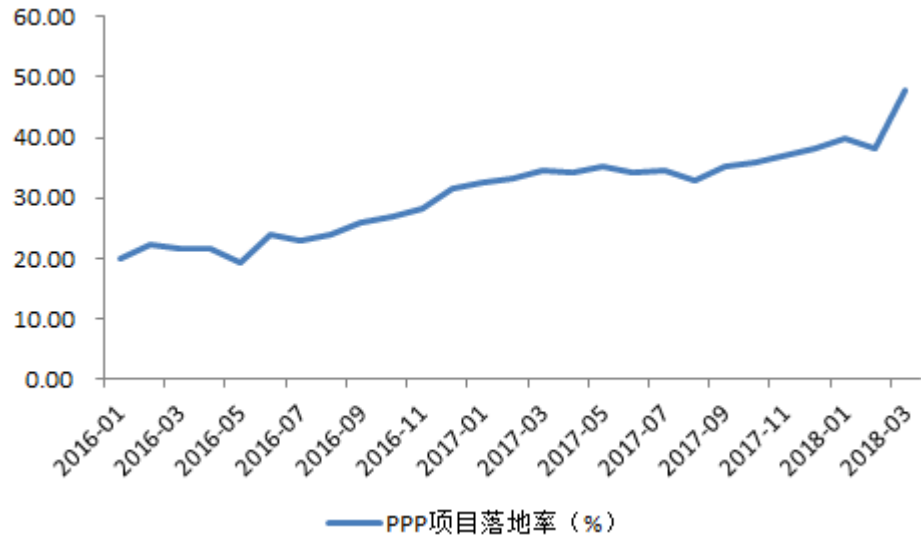
走廊交通基础设施主通道，完善境内段交通基础设施建设。从全国市场看，根据《国家公路网规划（2013~2030年）》，国家公路网总规模约580万公里。根据2017年全国交通运输工作会议安排，2017年公路、水运完成固定资产投资1.8万亿元，新增高速公路5,000公里，新改建农村公路20万公里。国务院于2017年2月印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》中，2020年公路通车里程数预计达到500万公里，高速公路建成里程数预计达到15万公里。另外，2017年5月，住建部印发的《建筑业发展“十三五”规划》明确提出了全国建筑业总产值年均增长7%、建筑业增加值年均增长5.5%的目标。根据国家发改委、外交部和商务部联合发布的《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，圈定了我国重点涉及的18个省级行政区域，由于“一带一路”沿线涉及60多个国家，“一带一路”战略的推进将推动新疆等重点省市交通基础设施建设持续较快发展。

基建类PPP项目投资额占比较大，随着PPP的规范发展推进和加速落地，未来仍有较大的投资增长空间

政府和社会资本合作（Public-Private Partnership，以下简称“PPP”）模式有利于促进经济转型升级、支持新型城镇化建设。政府与社会主体建立起“利益共享、风险共担、全程合作”的共同体关系，使得政府的财政负担减轻，社会主体的投资风险减小。2015年以来，国家在基础设施和公共服务领域大力推行PPP模式，其作为政府稳增长、去杠杆的先进融资管理机制，成为目前大型市政项目和基础设施建设项目的主要推进形式。

全国PPP综合信息平台项目库于2016年初正式启动运行，入库PPP项目投资额中交通运输和市政工程等领域投资规模占比较大，为建筑行业发展提供了较好支持。截至2017年末，交通运输、市政工程的投資額分别为5.39万亿元和4.92万亿元，投資額占比分别为30.9%和27.0%，两者合计占入库总投资额的比重约为57.9%。相比传统的BT和BOT模式，PPP项目通过引入社会资本，能缓解地方财政压力，但在PPP项目加速推进过程中也出现诸多问题。2017年以来，财政部国资委等多部门密集发布政府债务管理系列政策，促进PPP模式规范化健康发展，财政部在颁发的50号文中强调，严禁地方政府利用PPP、政府出资的各类投资基金等方式违法违规变相举债，而87号文中明确规定政府购买服务范围。财政部于2017年下半年开始对项目库进行清理，大部分是处于识别阶段、质量低和长期未落地的项目，在2017年11月至2018年4月期间，财政部PPP库共清退项目数2,230个，涉及投资金额2.2万亿元，此次总的项目数退库率为15.9%，金额退库率为12.1%。此次专项清理，有助于PPP项目正本清源，进一步提升了PPP项目的质量，更加规范和健康的发展，PPP项目的落地率在原有的基础上进一步提升。

图3 2016年以来PPP项目落地率情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

目前PPP项目投资仍以国有资本为主，财政部PPP项目库签约的社会资本中，国有独资+国有控股企业数量占比约60%，尽管近年政策文件明确大力鼓励民间资本参与PPP投资，但因受融资成本、承揽资质和运营能力等因素制约，目前民间资本参与PPP项目多集中于园林工程、水生态修复等行业，在路桥建设、大型基建项目等领域仍以具备技术、管理、装备优势和拥有特级资质的大型建筑企业为主导力量，未来可能仍保持该竞争格局，民营资本有效进入尚需时日。考虑到国家拉动内需政策的持续实施、中心城市的建设和城镇化战略的持续推进，未来随着PPP模式的推广和不断规范，未来仍有较大的投资增长空间。

2017年国内钢材和水泥等原材料价格继续上行，建筑企业施工成本增长，运营压力有所增加

公路、桥梁、隧道等建筑工程主要消耗钢材、水泥等原材料，通常占总成本60%以上，而钢材和水泥市场价格均具有较强的波动性。建筑工程生产经营周期一般较长，期间原材料价格波动对建筑企业施工成本影响较大，建筑施工的招标承包性质也决定了由建筑企业主要承担建筑材料价格波动的风险。近年政府加大供给侧改革力度，促进了钢铁、煤炭、水泥落后和过剩产能的出清，并通过大规模的基础设施投资建设，提高了市场整体需求。在上游铁矿石原材料溢价效应、人民币持续贬值推动进口成本等诸多影响影响下，2017年国内钢材和水泥等原材料价格继续上涨，建筑企业施工成本继续增加，Myspic综合钢价指数由2016年12月的127.74点震荡上涨至2017年12月的158.42点，上涨幅度24.02%；水泥价格指数自2016年12月的102.43点小幅回调后反弹上涨，最高上涨至2017年12月的149.90点，上涨幅度达46.34%。虽然建筑企业通过签订“敞口合同”或通过合同条款中约定调整合同相关条款等方式可以在一定程度上降低

建材价格上涨的影响，但仍可能因项目施工周期较长、结算时滞等因素遭受损失。近期钢材和水泥价格仍处于高位震荡运行，建筑企业面临一定的运营压力。

图4 近年我国钢铁及水泥价格指数变动情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

施工总承包企业特级资质标准或将提升，未来施工企业是否需要按新标准复评存在一定的不确定性

2017年6月，中华人民共和国住房和城乡建设部（以下简称“住建部”）发布了“关于征求《施工总承包企业特级资质标准》（征求意见稿）意见的函”（建市施函[2017]32号，以下简称“征求意见稿”），征求意见稿显示，住建部建筑市场监管司对2007年住建部颁布的《施工总承包企业特级资质标准》进行了修订。

在企业资信能力方面，征求意见稿取消了企业注册资本金3亿元以上、企业近三年上缴建筑业营业税均在5,000万元以上的要求，将企业净资产标准提升至6亿元以上、将企业银行授信额度近三年平均水平提升至10亿元以上，新增企业近三年营业收入均在50亿元以上、企业未被列入失信被执行人名单、近三年未被列入行贿犯罪档案3项要求；并针对申报公路、港口与航道工程、铁路工程特级资质的企业提出了特别要求。在企业技术负责人及科学技术水平方面，删除了多项要求，但企业近三年科技活动经费支出提升至营业收入年均水平0.8%以上。企业工程业绩方面，征求意见稿分别在建筑工程、公路工程、铁路工程、港口与航道工程、水利水电工程、电力工程、矿山工程、冶金工程、石油化工工程、市政公用工程十项工程方面，对申请施工总承包企业特级资质的企业工程业绩修订了新的标准。承包范围方面，征求意见稿取消了拥有施工总承包企业特级资质的企业限承担施工单项合同额3,000万元以上的房屋建筑工程的要求，仅保留了可承担本类别各等级工程施工总承包、设计及开展工程总承包和项目管理业务

一项。

整体来看，征求意见稿提高了对企业净资产及收入规模、融资周转能力及信用记录良好的要求；对申报企业工程业绩要求有所提高；缩小了拥有施工总承包企业特级资质企业的承包范围。需要关注的是，最新正式版《施工总承包企业特级资质标准》何时发布尚不确定，但施工总承包企业特级资质标准或将提升，未来施工企业是否需要按新标准复评存在一定的不确定性。

四、经营与竞争

2017年公司主营业务未发生重大变更，依然以公路、桥梁、隧道和市政交通工程等公共交通基础设施工程施工为主营业务，同时从事房地产、建材销售和融资租赁等业务。由于公司已有项目的持续推进和新承接订单的贡献，2017年公司实现营业收入98.06亿元，同比增长50.19%；其中路桥工程收入85.20亿元，同比增长47.94%，是公司最主要的收入来源。从毛利率来看，受原材料价格上涨和营改增政策影响，路桥工程毛利率有所下滑，2017年公司综合毛利率为9.09%，同比下降0.45个百分点。

表3 2016-2017年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年			2016年		
	营业收入	毛利率	收入占比	营业收入	毛利率	收入占比
路桥工程收入	851,984.36	6.93%	86.88%	575,895.77	7.85%	88.19%
劳务分包收入	29,837.46	2.47%	3.04%	24,927.88	4.45%	3.82%
房地产销售收入	63,503.88	29.52%	6.48%	16,246.42	44.61%	2.49%
商品销售收入	11,838.06	12.32%	1.21%	11,800.69	11.24%	1.81%
产品销售收入	10,987.80	9.49%	1.12%	6,068.49	19.68%	0.93%
租赁收入	8,972.13	68.66%	0.91%	11,373.81	34.65%	1.74%
其他收入	3,520.30	56.51%	0.36%	6,682.57	33.99%	1.02%
合计	980,643.99	9.09%	100.00%	652,995.63	9.54%	100.00%

资料来源：2017年公司审计报告，鹏元整理

2017年公司路桥工程收入显著增长，未来收入有较好保障；受宏观经济和建筑行业增速趋缓及新疆地区政策变化等因素影响，未来公司路桥工程业务仍面临一定压力

截至2017年末，公司拥有公路工程施工总承包特级、市政公用工程施工总承包一级；工程设计公路行业甲级；公路路面工程、公路路基工程、桥梁工程、隧道工程专业承包一级；土石方工程专业承包二级等资质，公司可以在上述所拥有的资质范围内，承揽公路各等级工程施工总承包、工程总承包和项目管理业务，在设计领域可从事公路行业甲级设计。2017年7月住建部发布关于征求《施工总承包企业特级资质标准》（征求意见稿）意见的函，公路工程施工总承包特级资质标准或将提高，未来该资质是否需要复评及公司是否能达到新标准存在一定不确

定性。

由于公司新签订单金额增长较快，路桥工程项目收入较上年大幅增长，2017年公司路桥工程收入为85.20亿元，同比增长47.94%，占营业收入比重为86.88%，其中国内路桥工程收入为71.65亿元，同比增长46.16%，占路桥工程业务收入的比重为84.10%，与上年基本持平，国外工程收入有所增长但规模不大。

从国内路桥业务情况来看，公司疆内和疆外收入规模均较上年保持稳定增长，疆外收入规模仍大于疆内收入，公司疆外工程业务市场拓展保持较好态势，2017年疆内和疆外工程收入分别为28.82亿元和42.84亿元，同比分别增长30.76%和58.73%，从毛利率来看，由于2017年国内钢材和水泥等原材料价格大幅上涨，导致工程施工成本增大，2017年公司国内路桥工程毛利率为8.38%，同比下降0.63个百分点，疆内市场毛利率有所上升，新疆地区承揽的昌吉头屯河、第一师十团至十二师大桥等项目提前做好成本管控，冬储沥青和钢材等原材料，在材料价格普遍上升时候有效的控制了材料成本。

从国外路桥业务情况来看，2017年公司国外路桥工程收入13.55亿元，同比增长58.15%，但规模不大，占路桥工程总收入比重基本平稳，国外路桥工程收入依然主要由巴基斯坦、塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦等传统区域贡献。2017年公司巴基斯坦片区收入大幅增长，主要系项目工程持续推进带动收入大幅提升，毛利率水平保持稳定；由于塔吉克斯坦和吉尔吉斯斯坦部分项目已接近尾声且当地无新承接项目，收入规模呈现不同程度下滑，由于前期人员和机械设备等固定费用计入当前项目，毛利率水较低，其中塔吉克斯坦片区毛利率为负值；阿富汗片区收入规模和毛利率保持相对稳定；其他片区收入来源于阿尔及利亚和柬埔寨路桥项目，收入规模和毛利率水平均有所增长。受上述情况综合影响，2017年公司国外工程毛利率为-0.74%，较上年表现变差。需关注的是，由于公司国外工程业务亏损，受当地政治局势和经济状况影响较大，国外路桥业务存在一定的不确定性。

表4 2016-2017年公司路桥工程收入分区域情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
国内收入：				
疆内收入	288,176.83	7.21%	220,386.47	6.60%
疆外收入	428,355.40	9.17%	269,861.68	10.98%
国内小计	716,532.23	8.38%	490,248.15	9.01%
国外收入：				
巴基斯坦收入	74,765.45	7.42%	43,957.75	7.12%
塔吉克斯坦收入	9,570.95	-50.30%	16,102.43	-10.11%
吉尔吉斯斯坦收入	18,096.27	-12.45%	13,758.03	4.81%

阿富汗收入	8,234.92	-1.30%	7,838.64	5.1%
其他片区收入	24,784.54	2.50%	3,990.77	-38.49%
国外小计	135,452.13	-0.74%	85,647.62	1.20%
工程收入合计	851,984.36	6.93%	575,895.77	7.85%

资料来源：公司提供

2017年公司新承接订单69个，数量较上年有所下降，由于新承接项目部分体量较大，2017年新承接订单合同金额合计283.03亿元，较上年大幅增长40.98%。受益于我国高速公路网和铁路网的建设以及“一带一路”战略的持续推进，2017年公司疆内、疆外新承接订单金额分别为72.71亿元、196.99亿元，同比分别增长28.82%和62.13%。另外，国外新承接订单金额为13.33亿元，较2016年相比有所下降，主要系吉尔吉斯、塔吉克等国家工程建设市场逐渐趋于饱和，可参与的国际竞争性投标项目数量减少，另外国家外交政治因素拖累也导致市场开发工作的暂缓。从单个订单规模来看，2017年公司新承接订单中一亿元以上订单金额合计273.25亿元，占新承接订单比重由2016年的95.60%上升到96.54%，大额订单占比持续提升。2017年公司新签合同金额增长较快，将对公司未来工程收入形成较好保障。

根据市场发包方情况来看，由于工程项目业主招标时一般会对过往业绩、资本规模等作出限制性规定，资本规模可能对公司承接特大型工程造成制约。截至2018年3月末，公司注册资本5.62亿元、净资产为34.63亿元，规模在行业内依然相对较小，可能无法满足一些特大型工程的投标要求。

表5 2016-2017年公司新承接订单情况（单位：个、万元）

项目	2017年	2016年
新承接订单个数	69	114
其中：疆内	46	86
国内（疆外）	19	18
国外	4	10
一亿元以上项目个数	23	36
新承接订单金额	2,830,300.21	2,007,616.22
其中：疆内	727,139.80	564,474.35
国内（疆外）	1,969,861.91	1,214,975.26
国外	133,298.49	228,166.61
一亿元以上项目金额	2,732,497.39	1,919,238.09

资料来源：公司提供

从在手订单情况来看，截至2017年末公司已开工未完工项目数194个，金额合计314.06亿元；已签约未开工项目数14个，金额合计65.19亿元。公司在手订单规模较大，未来收入有较好保障，但在建项目和已签约未开工项目尚需投资规模较大，未来存在一定资金压力。截至2017年末公司已签约前十大工程总承包订单金额合计101.97亿元，主要包括高速公路、铁路和土建

工程等项目。2018年二季度初，新疆维吾尔自治区有关部门要求辖区内部分PPP项目暂时停工，并开展对PPP项目的合规性进行整理和筛查，公司在该区域内项目受到一定影响。根据公司提供的资料，截至2018年3月末，公司在新疆地区暂停的项目为G576石河子-149团公路项目，该项目合同金额为25.63亿元，公司尚未对项目进行资金投入且尚未组建项目公司，暂停实施该项目对公司整体业务发展和生产经营影响较小，但应持续关注新疆地区政策变动对公司项目进展和收入确认的不利影响。

表6 截至2017年末公司在手订单情况（单位：个、万元）

项目金额区间	已开工未完工项目数	已开工未完工项目金额	已签约未开工项目数	已签约未开工项目金额
2.5亿元以上（含）	42	2,519,515.02	8	616,374.00
1亿（含）-2.5亿	45	463,530.33	2	24,726.00
2,000万（含）-1亿	56	142,742.52	2	9,596.00
2,000万以下	51	14,840.65	2	1,161.00
合计	194	3,140,628.52	14	651,857.00

资料来源：公司提供

表7 截至2017年末公司已签约前十大工程总承包订单（单位：万元）

项目名称	金额	项目类型	计划施工时间
重庆渝北至长寿高速公路(渝长高速公路扩能改造工程)	545,500.00	施工总承包	2016.08-2019.08
阿克苏(机场)~阿拉尔公路项目工程（第一合同段）	89,778.87	施工总承包	2017.11-2020.10
莆炎高速公路明溪城关至枫溪段路基土建施工 YA5 合同段	63,283.46	施工总承包	2017.07-2019.07
兰州新区纬六十三路（经十五路至经五十一路）等三条道路工程设计施工总承包第二标段	53,776.38	设计施工总承包	2017.06 -2018.07
吉尔吉斯伊斯法纳地区 4 条道路升级改造工程	52,332.19	施工总承包	2018.07-2021.07
G3012 喀什（疏勒）至叶城至墨玉高速公路二期工程 KYMGJ-4 标段	49,252.96	施工总承包	2017.06-2020.06
乌鲁木齐市轨道交通3号线一期工程土建施工08合同段	48,420.80	施工总承包	2017.04-2020.01
巫山县桂花大桥工程	39,524.65	施工总承包	2017.08-2020.08
乌鲁木齐市城北主干道快速化贯通工程施工第三标段	39,163.50	施工总承包	2017.07-2018.11
哈萨克斯坦 TKU&UD 公路改造项目 km615-685 段	38,680.87	施工总承包	2017.10-2021.04
合计	1,019,713.68	-	-

注：上述项目不包括 BOT 和 PPP 类项目。

资料来源：公司提供

总体来看，2017年公司路桥工程收入稳定增长，新签订单和在手订单规模增长较快，未来工程收入来源较有保障；受原材料价格上涨和营改增等因素影响，路桥工程业务毛利率有所下滑，考虑到未来宏观经济和建筑行业增速趋缓，未来公司路桥工程业务仍面临一定压力。

公司高速公路项目稳步推进，但项目建设资金需求大，未来面临较大融资和债务压力

公司路桥工程业务模式分为单一型工程总承包模式和投融资建造模式。单一工程承包模式

即公司以其拥有的工程承包资质，向业主提供施工总承包服务或工程专业承包服务；投融资建造模式即公司利用自身投融资能力，将施工经营与资本经营相结合，采用BOT（建造-运营-转让）和PPP（政府和社会资本合作）等模式，向业主提供项目投融资服务和工程总承包服务。投融资建造模式利润水平相对较高，系公司自身投资、施工和运营项目，能更加合理安排和使用资金，并能有效控制工程进度。截至2017年末，公司投融资建造模式项目主要包括广元至平武高速公路项目（简称“广平高速公路项目”）、福建省南平市顺昌至邵武高速公路项目（以下简称“顺邵高速公路项目”）等工程。

表8 截至2017年末公司主要高速公路项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	项目类型	计划施工时间
广元至平武高速公路项目	1,407,520.00	BOT	2017.12-2021.12
福建省南平市顺昌至邵武高速公路项目	606,200.00	BOT	2016.04-2019.04
重庆巫溪至巫山高速公路巫山至大昌段白泉隧道工程	245,000.00	BOT	2018.05-2021.04

资料来源：公司提供

公司于2017年与广元市人民政府指定的政府投资人广元市交通投资集团有限公司（简称“广元市交投公司”）共同组建项目公司四川北新天墨投资发展有限公司（简称“北新天墨公司”）投资广平高速公路项目，北新天墨公司将负责项目投资、融资、运营和管理。项目资本金共计27.01亿元，项目资本金以外的其他建设资金由项目公司以项目收费权质押申请银行贷款，公司和广元市交投公司分别持有项目公司81.49%、18.51%的股权。截至2017年末，公司已完成首期出资2.5亿元，后期出资将分三年陆续到位。该项目总投资人民币140.75亿元，政府主体授予北新天墨公司独占的、排他性的特许经营权，特许经营期包括建设期4年、收费期30年。2018年1月，公司已与北新天墨公司就上述项目签订施工总承包协议，项目施工总承包价为107.68亿元，合同周期为3年，预计将对公司未来经营业绩产生积极影响。项目贷款目前正在审批阶段，尚未签订贷款合同。

顺邵高速公路项目总投资60.62亿元，项目资本金为21.22亿元，由公司与控股股东兵团建工、福建省南平市高速公路有限责任公司（以下简称“南平高速”）共同组建的项目公司福建顺邵高速公路发展有限公司（以下简称“顺邵高速公司”）负责项目建设和经营管理，其中公司持有51%的股权，公司、兵团建工和南平高速按各自持股比例出资，并根据项目建设进度分期到位，截至2017末公司已出资6.91亿元。福建省南平市人民政府授予顺邵高速公司独占的、具有排他性的特许经营权，特许经营期包括建设期3年、试运营期3年、收费期23年。2016年4月，顺邵高速公司与公司就该项目签订施工总承包协议，项目施工总承包价为39.96亿元，截至2017年末该项目已完成投资进度约为56%。项目已获得35.00亿元的银团贷款，同时南平高速和兵团建工按40%、60%比例为银团贷款提供连带责任保证担保，有效保障项目建设资金需求，

缓解了顺邵高速公司资金压力。另外，公司于2016年6月进行非公开发行股票募资事项原定募资总额不超过3.50亿元，其中2.50亿元用于对顺邵高速公司增资，1.00亿元用于补充公司流动资金，最终认购金额为5,000万元，认购方为公司控股股东兵团建工，扣除发行费用后募资净额为4,707.77万元，本次非公开发行一定程度推动了顺邵高速公路项目实施。

重庆巫溪至巫山高速公路巫山至大昌段白泉隧道工程采用BOT模式建设，项目总投资24.5亿元，项目资本金为7.35亿元，项目由公司全额出资设立的重庆北新天晨建设发展有限公司（简称“北新天晨公司”）全权负责，项目资本金以外的其他建设资金由项目公司通过融资方式解决。北新天晨公司与重庆市交通委员会签订了工程BOT项目特许权协议，项目建设期3年，运营期30年，项目公司享受30年的车辆通行收费权，在特许权协议规定的特许经营期满后，该项目及其全部设施将无偿移交给政府指定的机构。在项目运营前10年，如果出现亏损，巫山县政府按100万元/公里每年给予项目运营亏损补贴，运营亏损补贴由项目公司专项用于该项目，另外，巫山县政府在建设期内为北新天晨公司给予投资补助，补助金额4.4亿元，分三年支付。该项目目前尚处于前期推进阶段，已投资规模较小，项目建成后收益多来源于特许经营期的收费收入，项目因经营期跨度大、回收期长而易受市场环境、政策变动等多方面因素影响，存在一定的不确定性。

总的来看，上述高速公路项目等工程有助于公司提升竞争实力，待项目完工运营后有望获得稳定的运营收入。但应关注到，上述项目贷款融资规模较大，公司未来面临较大债务压力，另外部分项目通过长周期的特许经营期的运营回收投资，公司投融资建造业务管理经验相对不足，高速公路项目未来的收益易受市场环境、政策变化等多类因素影响而存在一定不确定性。

其他业务收入整体规模增长较快，对公司收入和利润的补充作用有所提高

除路桥工程业务外，公司还经营劳务分包、房地产销售、建材销售、融资租赁等业务，2017年公司其他业务收入合计12.87亿元，同比增长66.87%，主要系房地产销售规模大幅增长带动所致，其他业务整体收入规模增长较快，对公司收入和利润的补充作用有所提高。

2017年公司房地产业务收入6.35亿元，系公司子公司新疆北新蕴丰房地产开发有限公司开发建设的新疆北新集团大厦项目、重庆蕴丰建设工程有限责任公司的北新·御龙湾1期一标段A、B区及幼儿园项目陆续交房确认收入，2017年销售收入大幅增加，但本年度商业地产及写字间和商铺销售占比下降，毛利率下滑至29.52%。公司目前北新·御龙湾1期项目、新疆北新集团大厦项目等项目陆续进入销售期，未来仍可形成一定规模房地产销售收入，但应注意到，房地产销售受当地房地产市场和国家政策影响较大，未来公司房地产业务仍可能面临一定不确定性。

表9 截至2017年末公司在建和在售房地产项目（单位：万平方米、亿元）

项目名称	所在区域	物业类型	建筑面积	可售面积	已售面积	总投资	已投资	已确认收入	施工周期
新疆北新集团大厦	乌鲁木齐	商业	9.65	9.04	2.30	5.10	5.10	2.75	2014.07-2016.12
北新·御龙湾 I 期一标段 A、B 区及幼儿园	重庆合川区	商业住宅	18.88	17.47	14.24	5.52	5.28	5.24	2015.09-2019.05
北新·御龙湾 I 期一标段 C 区	重庆合川区	商业住宅	11.47	11.34	7.20	3.92	1.18	-	2017.06-2019.06
北新·御龙湾 I 期三街区 B 组团	重庆合川区	商业住宅	5.70	4.79	0.31	2.71	0.53	-	2017.10-2019.03
合计	-	-	45.7	42.64	24.05	17.25	12.09	7.99	-

资料来源：公司提供

2017年公司劳务分包收入为2.98亿元，同比增长19.70%，系公司收购新疆天诚恒源劳务有限公司扩大了劳务分包业务规模，但毛利率有所下降且保持较低水平。2017年公司建材等商品销售收入为1.18亿元，与上年基本持平。公司融资租赁业务主要由子公司新疆鼎源融资租赁有限公司经营，由于部分外部租赁业务到期，2017年公司租赁收入为0.90亿元，同比下降21.12%，截至2017年末公司长期应收款中应收融资租赁款余额为11.79亿元。公司融资租赁业务主要面向资源开采、石油化工和交通运输行业客户开展机械设备租赁业务，业务品种包括直接租赁、转租赁、出售回租、杠杆租赁、委托租赁、联合租赁等；在风险控制方面，客户均提供抵押、质押和保证等担保方式全额覆盖项目资金敞口，风险相对可控。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年度审计报告和未经审计的2018年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2017年公司新纳入合并范围的子公司10家，详见表2。

资产结构与质量

公司资产规模保持稳定增长，但整体资产流动性一般

随着工程业务规模扩大，2017年公司资产规模保持稳定增长，2018年3月末公司资产总额为197.34亿元，较2016年末增长28.39%。资产结构中流动资产占比仍较大，2018年3月末其占总资产比重为59.30%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2017年末公司货币资金为31.69亿元，其中受限资金为0.68亿元，主要为银行承兑保证金、履约保函保证金和预付款保函保证金等。随着公司业务规模扩大，2017年末应收账款账面价值增长至为28.69亿元，同比增长14.78%，主要为应收客户工程款和工程项目保证金，前五名单位欠款金额合计占应收账款余额的30.05%，包括兰州新区城市发展投资有限公司、河南禹亳铁路发展有限公司和新疆北屯第一建筑安装工程有限责任公司等单位。从账龄来看，按组合计提坏账准备的应收账款组合中，工程质保金和1年以内应收账款占比合计为78.20%，账龄相对较短，2017年末公司应收账款累计计提坏账准备3.34亿元。考虑到应收对象为各地区的城市建设管理单位和国内大型企业，发生坏账的风险相对较小，但仍存在一定回收风险。

公司其他应收款主要是履约保证金、投标保证金、代垫款及押金和往来款等，2017年末其他应收款账面价值为11.82亿元，规模与上年基本持平。其他应收款中前五名单位欠款金额合计占其他应收款余额的31.64%，包括四川巴万高速公路有限公司、新疆维吾尔自治区交通建设管理局、乌鲁木齐市市政工程建设处等单位。公司主要应收对象主要为各地区城市建设管理单位、国内大型企业和控股股东，发生坏账的风险相对较小，但仍存在一定回收风险且回收时间存在一定不确定性，影响公司资金使用效率。2017年末公司其他应收款累计计提坏账准备1.88亿元，其中对巴万高速公路、中新房投资有限公司（中新房集团子公司）定金款项（分别为1.70亿元、0.30亿元）按5%比例单独计提坏账准备0.10亿元，公司认为定金回款不存在风险，但与对方有关定金罚则存在争议，该定金合同纠纷案件已被法院立案受理，该笔定金存在一定回收风险且回收时间不确定。

2017年末公司存货账面价值为38.04亿元，同比下降1.88%，主要包括建造合同形成的已完工未结算资产、开发成本和开发产品。由于工程施工进度原因，部分工程尚未达到结算条件，存货中已完工未结算资产为18.87亿元，规模较大，2017年末已完工未结算的工程主要包括兵团第十四师一牧场~G315线公路工程项目和塔吉克杜尚别-乌兹别克斯坦边境公路改造工程项目等工程。存货中开发成本和开发产品账面价值分别为10.67亿元和4.40亿元，前者主要系子公司重庆蕴丰工程建设有限公司在重庆合川区通过招拍挂取得的土地使用权和正在开发的北新·御龙湾一期项目，后者主要为子公司新疆北新蕴丰房地产开发有限公司开发的新疆北新集团大厦等商品房项目，公司2017年部分房地产项目完工后结转，开发成本和开发产品规模同比有所下降，分别同比下降19.17%和13.13%。

表10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	354,296.45	17.95%	316,930.07	16.24%	223,654.87	14.55%

应收账款	260,326.88	13.19%	286,860.93	14.70%	249,925.81	16.26%
其他应收款	140,729.52	7.13%	118,157.39	6.05%	103,166.66	6.71%
存货	358,281.37	18.16%	380,391.39	19.49%	387,698.82	25.22%
流动资产合计	1,170,341.79	59.30%	1,159,734.64	59.41%	998,147.31	64.94%
长期应收款	316,139.42	16.02%	311,238.53	15.94%	247,298.39	16.09%
长期股权投资	65,933.84	3.34%	65,933.84	3.38%	67,324.73	4.38%
在建工程	315,725.06	16.00%	304,250.69	15.59%	114,530.13	7.45%
非流动资产合计	803,091.45	40.70%	792,313.46	40.59%	538,935.00	35.06%
资产总计	1,973,433.24	100.00%	1,952,048.09	100.00%	1,537,082.31	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告和未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

公司非流动资产主要包括长期应收款、长期股权投资和在建工程。公司长期应收款主要是 BT 项目投资款和融资租赁款，2017 年末长期应收款为 31.12 亿元，同比增长 25.86%，主要系 PPP 项目应收款增长所致，该类款项账面价值为 6.88 亿元，另外尚有应收 BT 项目投资款 12.46 亿元、应收融资租赁款 11.79 亿元，由于融资租赁业务主要为建材租赁，客户均提供较高比例的保证金和抵押物，回收风险相对较小。2017 年末公司长期股权投资为 6.59 亿元，同比变化不大，主要系公司对河南禹亳铁路发展有限公司（以下简称“河南禹亳”）的投资；2017 年长期股权投资共确认投资收益 -256.94 万元，表现为损失。随着高速公路项目的推进（主要为顺邵高速公路项目），2017 年末公司在建工程账面价值为 30.43 亿元，较上年大幅增长 165.65%，截至 2017 年末顺邵高速公路项目已投资 30.24 亿元，未来随着公司承建的其他高速公路的推进，在建工程将持续增长。

总体来看，公司业务规模扩大带动资产规模稳定增长，但应收款项规模较大且存在一定回收风险；2017 年末存货、长期应收款和在建工程占资产比重达 51.02%，整体资产流动性一般。

资产运营效率

公司资产运营效率有所提升，运营资金压力有所减轻

由于 2017 年公司营业收入增长较快，且应收账款回款速度有所提升，应收账款周转天数较上年下降 22.97 天；存货规模受房地产项目部分完工账面价值小幅下降，在营业成本增长带动下，存货周转天数较上年减少 48.89 天。受公司业务规模扩大及工程结算较慢等因素影响，2017 年公司应付账款规模较上年增长较多，但营业成本增幅更大，应付账款周转天数较上年减少 23.28 天，整体来看，公司净营业周期同比减少 39.89 天，资产运营效率有所提升。公司流动资产、固定资产和总资产均保持增长，而同期营业收入增长较快，相应资产周转天数均有所下降，运营压力有所减轻。

表11 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017年	2016年
应收账款周转天数	98.53	121.50
存货周转天数	155.09	203.98
应付账款周转天数	169.75	201.72
净营业周期	83.87	123.76
流动资产周转天数	396.09	516.04
固定资产周转天数	19.26	28.14
总资产周转天数	640.44	774.00

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入增长较快，但盈利能力仍处于较低水平

2017年随着公司已有项目的持续推进和新承接订单的增长贡献，本年度共实现营业总收入98.06亿元，同比增长50.18%。其中，路桥工程业务收入占比86.88%，因受原材料上涨和营改增等因素影响，该类业务毛利率有所下降，带动公司综合毛利率下降约0.45个百分点，仍处于较低水平。公司目前订单较多，未来收入较有保障，但毛利仍存在波动的可能性。期间费用方面，公司期间费用管控能力较好，财务费用和管理费用同比增速均低于营业收入增速，2017年期间费用率为5.92%，较上年下降0.62个百分点，由于公司BT项目规模较大，其代垫资金的利息支出由业主承担，在一定程度上降低了财务费用支出压力。

2017年公司营业外收入规模下降较多，系政府补助较上年有所下降。由于营业收入增长较快且加大期间费用管控，2017年公司实现利润总额为1.22亿元，同比增长115.38%，总资产回报率和净资产收益率均较2016年有所提高，公司盈利能力有所提升但仍处于较低水平。

表12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业总收入	113,335.12	980,643.99	652,995.63
营业利润	631.30	12,638.59	4,453.41
营业外收入	134.83	2,176.99	2,331.86
利润总额	709.90	12,193.31	5,661.35
综合毛利率	11.87%	9.09%	9.54%
期间费用率	11.65%	5.92%	6.54%
总资产回报率	-	1.72%	1.44%
营业利润率	-	1.00%	0.68%
净资产收益率	-	1.67%	1.15%
营业收入增长率	-	50.18%	27.59%
净利润增长率	-	63.22%	240.61%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告和未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现尚可，但未来投资活动支出规模依然较大，公司仍面临较大资金压力

2017年公司净利润规模较上年有所增长，非经常性损益增加带动公司FFO（经营所得现金）小幅增长。2017年公司工程业务规模继续扩大，部分工程项目进入结算周期，应付往来款规模增加使得经营性应收项目增幅较大，公司营运资本占用资金规模有所减少，经营活动现金净流入3.59亿元，较上年进一步好转。2017年公司收现比为0.83，收入质量基本稳定。

公司投资活动现金流出主要是对高速公路、BT项目和PPP项目的资金投入，由于公司加大对顺邵高速项目等在建工程的投入，投资活动现金净流出规模持续扩大，2017年公司投资活动产生的现金净流出额为15.96亿元。筹资活动方面，筹资活动现金流入主要为债券发行、银行借款的流入，2017年公司加大负债规模，筹资活动净流入21.65亿元。由于公司工程项目资金投入规模较大且投资回收期相对较长，特别是顺邵高速公路项目、广平高速公路项目等高速公路项目投资规模较大，未来随着业务规模的扩大和项目的持续推进，公司仍面临较大的资金压力和债务压力。

表13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
净利润	5,044.54	3,090.62
非付现费用	29,851.84	26,390.21
非经营损益	16,143.53	11,212.21
FFO	51,039.91	40,693.04
营运资本变化	-13,492.23	-24,994.30
其中：存货减少（减：增加）	11,800.12	-105,994.21
经营性应收项目的减少（减：增加）	-139,223.75	-89,500.03
经营性应付项目的增加（减：减少）	113,931.40	170,499.94
经营活动产生的现金流量净额	35,855.40	17,588.32
投资活动产生的现金流量净额	-159,555.59	-38,895.06
筹资活动产生的现金流量净额	216,542.40	-3,108.81
现金及现金等价物净增加额	92,348.95	-24,488.43
收现比	0.83	0.84

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模进一步攀升，仍存在较大的偿债压力

随着公司工程项目的持续投资，资金需求带动借款规模增加，2017年末公司负债总额为162.84亿元，同比增长29.70%，公司债务结构仍以流动负债为主，2017年末公司流动负债占比为66.60%，2018年3月末该比重下降至58.88%。2018年3月末，公司所有者权益为34.63亿元，较2016年末增长22.99%，系由于公司控股股东兵团建工以5.00亿元现金方式对公司控股子公司新疆鼎源融资租赁股份有限公司进行增资所致。2018年3月末，公司产权比率由2016年末的445.95%上升至469.89%，所有者权益对负债的保障程度有所下降，保障程度依然较弱。

表14 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年
负债总额	1,627,151.55	1,628,381.77	1,255,540.13
所有者权益	346,281.69	323,666.32	281,542.18
产权比率	469.89%	503.11%	445.95%

资料来源：公司2016-2017年审计报告和未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至2017年末，公司短期借款为8.72亿元，同比增加46.24%，其中保证借款7.72亿元、信用借款1.00亿元。公司应付账款主要是应付分包商和材料供应商的工程款和材料款，2017年末应付账款为46.69亿元，同比增长24.92%，2018年3月末应付账款下降至35.26亿元。公司预收款项主要为动员预付款，动员预付款是业主根据工程合同给付并依据工程进度作为结算款逐期冲减，由于工程业务规模扩大，2017年末公司预收款项为13.78亿元，同比增长15.64%。公司其他应付款主要为向分包商分包工程收取的投标保证金、履约保证金、工程质量保证金以及往来款等，2017年末其他应付款为13.69亿元，同比增长8.03%。2017年末公司一年内到期的非流动负债为20.06亿元，均为一年内到期的长期借款。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。由于公司新承接工程中标金额较大且周期较长，长期借款规模大幅增长，2017年末长期借款为45.46亿元，同比增长29.30%，包括保证借款21.10亿元、信用借款21.97亿元和质押借款2.40亿元。2017年末公司应付债券为4.78亿元，均为本期债券。长期应付款主要为公司向融资租赁业务客户收取的保证金，由于融资租赁业务规模扩大，2017年末长期应付款为2.79亿元，同比增长16.99%。

表15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	81,908.70	5.03%	87,150.00	5.35%	59,592.22	4.75%

应付账款	352,600.91	21.67%	466,935.69	28.67%	373,784.30	29.77%
预收款项	169,995.21	10.45%	137,774.92	8.46%	119,143.61	9.49%
其他应付款	153,576.58	9.44%	136,894.27	8.41%	126,724.37	10.09%
一年内到期的非流动负债	153,525.10	9.44%	200,550.10	12.32%	108,702.47	8.66%
流动负债合计	958,074.61	58.88%	1,084,422.68	66.60%	831,381.83	66.22%
长期借款	562,540.00	34.57%	454,620.00	27.92%	351,614.00	28.00%
应付债券	48,567.77	2.98%	47,818.87	2.94%	47,648.58	3.80%
长期应付款	28,974.16	1.78%	27,911.89	1.71%	23,857.74	1.90%
非流动负债合计	669,076.94	41.12%	543,959.09	33.40%	424,158.31	33.78%
负债合计	1,627,151.55	100.00%	1,628,381.77	100.00%	1,255,540.13	100.00%
有息债务	866,295.59	53.24%	809,276.05	49.70%	584,472.90	46.55%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告和未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

表16 截至 2018 年 3 月末公司有息债务偿付计划（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年及以后
本金	255,651.57	239,230.00	371,414.02

资料来源：公司提供

公司有息债务规模较大且增长较快，截至2017年末，公司资产负债率为83.42%，有息债务为80.93亿元，同比增长38.46%，2018年3月末有息债务增长至86.63亿元，占债务总额比重为53.24%。从偿债指标来看，由于流动负债增长相对较快，流动比率和速动比率均较上年有所弱化。由于利润规模上升带动公司EBITDA增长，EBITDA利息保障倍数由2016年的2.31小幅上升至2.35，但考虑到公司有息债务规模进一步攀升，未来仍存在较大的偿债压力。

表17 公司偿债能力指标

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
资产负债率	82.45%	83.42%	81.68%
流动比率	1.22	1.07	1.20
速动比率	0.85	0.72	0.73
EBITDA（万元）	-	46,622.97	36,123.19
EBITDA 利息保障倍数	-	2.35	2.31
有息债务/EBITDA	-	17.36	16.18
债务总额/EBITDA	-	34.93	34.76
经营性净现金流/流动负债	-0.03	0.03	0.02
经营性净现金流/负债总额	-0.02	0.02	0.01

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告和未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

兵团建工运营情况较为稳定，由其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保能为本期债

券本息偿付提供较好保障

公司控股股东兵团建工为本期债券的到期兑付提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括债券本金及应付利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用及其他应支付的费用。

2017年兵团建工注册资本、主营业务未发生变化。兵团建工实际控制人十一师国资委将其100%的股权无偿划转给新疆建融国有资本运营投资（集团）有限责任公司（简称“建融资本集团”），上述股权划转事项已于2017年12月26日完成工商变更登记，兵团建工控股股东变更为建融资本集团，最终实际控制人未发生变化。

兵团建工营业收入依然主要来源于工程施工业务，包括基建建设、水利和水电工程以及房建工程等。兵团建工2017年收入规模小幅增长，实现主营业务收入253.61亿元，同比增长1.56%，其中工程业务收入合计为237.90亿元，同比下降2.21%，占营业收入的82.14%，是其最主要的收入来源，工程业务中基建建设收入下降幅度较大。另外，随着房地产项目推进和销售规模扩大，2017年兵团建工房地产销售收入为15.71亿元，同比增长143.87%。从毛利率看，由于国内钢材和水泥等原材料价格大幅上涨和营改增政策等因素的影响，2017年工程业务毛利率为6.10%，同比下降1.19个百分点，较上年略有下滑。

表18 2016-2017年兵团建工营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年			2016年		
	收入	毛利率	收入占比	收入	毛利率	收入占比
基建建设	1,235,197.46	6.77%	42.65%	1,566,180.97	8.15%	58.13%
房建工程	758,952.60	4.99%	26.20%	347,485.50	5.24%	12.90%
水利、水电工程	214,191.62	7.26%	7.40%	305,088.23	8.20%	11.32%
铁路工程	118,244.77	5.86%	4.08%	114,164.97	3.50%	4.24%
公路、桥工程	23,907.95	-8.44%	0.83%	90,113.24	0.54%	3.34%
其他工程	28,472.32	11.44%	0.98%	9,783.19	19.51%	0.36%
工程业务合计	2,378,966.72	6.10%	82.14%	2,432,816.09	7.29%	90.29%
房地产销售	157,144.08	31.32%	5.43%	64,436.46	29.56%	2.39%
主营业务收入合计	2,536,110.80	7.66%	81.35%	2,497,252.55	7.86%	92.68%
其他业务	360,261.32	11.53%	12.44%	197,095.42	11.50%	7.32%
营业收入合计	2,896,372.12	8.14%	100.00%	2,694,347.98	8.59%	100.00%

资料来源：兵团建工2017年审计报告，鹏元整理

截至2017年12月31日，兵团建工资产总额为434.67亿元，归属于母公司的所有者权益为83.06亿元，资产负债率为74.42%；2017年度，兵团建工实现营业收入289.64亿元，净利润为4.56亿元，经营活动产生的现金净流入8.93亿元。

表19 近年兵团建工主要财务指标

项目	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	4,346,693.29	3,103,987.79	2,420,527.51
归属于母公司所有者权益（万元）	830,551.15	621,671.41	405,159.48
有息债务（万元）	1,933,575.92	1,416,662.26	934,390.77
资产负债率	74.42%	72.39%	74.42%
流动比率	1.29	1.55	1.31
速动比率	0.91	1.05	0.98
营业收入（万元）	2,896,372.12	2,694,347.98	2,313,168.03
营业利润（万元）	62,921.16	74,856.42	55,618.17
净利润（万元）	45,613.00	64,752.68	47,162.87
综合毛利率	8.14%	8.59%	9.03%
总资产回报率	3.24%	5.01%	4.86%
EBITDA（万元）	165,715.36	183,178.08	147,106.22
EBITDA 利息保障倍数	2.84	3.09	3.25
经营活动产生的现金流量净额(万元)	89,347.23	8,950.94	63,622.67

资料来源：兵团建工 2015 年和 2017 年审计报告，鹏元整理

总体来看，兵团建工运营情况较为稳定，经鹏元综合评定，兵团建工主体长期信用等级为 AA，评级展望维持为稳定，由其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保能够为本期债券本息偿付提供较好的信用保障。

七、或有事项分析

公司诉中新房集团、巴万高速公司定金合同纠纷案件，已于2016年12月27日获北京市高级人民法院立案受理，由于中新房集团及巴万高速公司未能依据《四川巴万高速公路建设工程项目合作协议书》履行其义务，损害了公司的合法权益，公司请求法院判令中新房集团履行定金担保责任，双倍返还公司定金共计人民币40,000万元；判令中新房集团以20,000万元定金本金为基数，按照其从收取到执行兑付之日的实际占用期间和中国人民银行同期商业银行贷款利率向公司支付资金占用利息（截至起诉日，资金占用利息为人民币3,744.5万元）；判令巴万高速公司对中新房集团上述两项支付义务承担连带清偿责任。

公司已对该笔定金本金2.00亿元按5%比例计提坏账准备0.10亿元，该定金合同纠纷案件已被北京市高级人民法院受理，截至2018年3月末该案已审理完毕但尚未进行一审判决，被告最终给付赔偿金额暂时无法判断，该笔定金存在一定回收风险且回收时间不确定，对公司利润影响具有不确定性。

八、评级结论

公司疆外项目拓展较好，2017年疆外新承接订单数19个，规模约为196.99亿元，同比增长62.13%。截至2017年末，公司已开工未完工项目数194个，金额合计314.06亿元，在手订单规模较大，未来收入来源较有保障。另外，兵团建工运营较为稳定，经鹏元综合评定，兵团建工主体长期信用等级为AA，由其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能为本期债券的本息偿付提供较好保障。

同时鹏元也关注到，公司疆内业务拓展易受疆内政策变动的不利影响，公司国外路桥工程收入下降且毛利率水平较低，2017年公司国外路桥工程收入13.55亿元，毛利率为-0.74%，表现亏损，国外业务存在一定不确定性。2017年末公司应收款项占资产比重为20.75%，应收款项规模较大且存在一定回收风险，存货、长期应收款和在建工程占资产比重较高，沉淀资金较多，整体资产流动性一般。2017年公司有息债务规模进一步攀升，仍存在较大偿债压力；公司诉讼中新房集团和巴万高速公司定金合同纠纷案件已审理完毕，但尚未进行一审判决，该笔定金存在一定回收风险且回收时间不确定，对公司未来利润影响具有不确定性。

基于以上情况，鹏元将公司主体长期信用等级维持为AA，本期债券信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
货币资金	354,296.45	316,930.07	223,654.87	252,862.35
应收票据	1,910.30	5,770.72	894.00	1,187.54
应收账款	260,326.88	286,860.93	249,925.81	188,755.74
预付款项	40,507.03	33,924.12	22,077.02	16,891.07
应收利息	-	473.33	313.33	324.64
其他应收款	140,729.52	118,157.39	103,166.66	112,780.45
存货	358,281.37	380,391.39	387,698.82	281,704.61
其他流动资产	14,290.23	17,226.68	10,416.79	19,429.30
流动资产合计	1,170,341.79	1,159,734.64	998,147.31	873,935.72
发放贷款及垫款	3,200.36	3,606.32	3,279.03	3,255.05
可供出售金融资产	4,626.47	4,626.47	4,626.47	4,626.47
持有至到期投资	15,870.79	19,533.98	33,467.33	11,703.93
长期应收款	316,139.42	311,238.53	247,298.39	245,004.96
长期股权投资	65,933.84	65,933.84	67,324.73	42,576.60
固定资产	52,686.92	54,285.71	50,664.03	51,410.46
在建工程	315,725.06	304,250.69	114,530.13	22,189.22
无形资产	8,077.01	8,020.42	3,459.71	2,279.55
商誉	1,025.62	1,025.62	1,025.62	1,025.62
长期待摊费用	11,127.69	11,118.25	5,513.35	7,010.91
递延所得税资产	8,678.26	8,673.62	7,746.21	5,786.79
非流动资产合计	803,091.45	792,313.46	538,935.00	396,869.57
资产总计	1,973,433.24	1,952,048.09	1,537,082.31	1,270,805.29
短期借款	81,908.70	87,150.00	59,592.22	169,740.00
应付票据	19,754.02	19,137.08	16,915.63	11,571.85
应付账款	352,600.91	466,935.69	373,784.30	259,691.11
预收款项	169,995.21	137,774.92	119,143.61	69,363.54
应付职工薪酬	9,171.71	8,322.76	6,529.32	5,140.32
应交税费	3,937.16	7,778.20	8,420.47	16,645.53
应付利息	1,255.31	1,436.66	1,219.70	1,503.61
应付股利	335.08	364.52	335.08	335.08
其他应付款	153,576.58	136,894.27	126,724.37	97,321.40
一年内到期的非流动负债	153,525.10	200,550.10	108,702.47	64,239.30
其他流动负债	12,014.83	18,078.48	10,014.66	0.00
流动负债合计	958,074.61	1,084,422.68	831,381.83	695,551.74

长期借款	562,540.00	454,620.00	351,614.00	249,962.30
应付债券	48,567.77	47,818.87	47,648.58	47,594.00
长期应付款	28,974.16	27,911.89	23,857.74	21,938.80
递延收益	28,995.00	13,608.32	1,037.99	393.48
非流动负债合计	669,076.94	543,959.09	424,158.31	319,888.57
负债合计	1,627,151.55	1,628,381.77	1,255,540.13	1,015,440.31
实收资本	56,137.90	56,137.90	55,732.72	55,732.72
资本公积金	82,173.49	78,660.49	74,364.25	50,054.09
其它综合收益	2,804.65	1,281.75	-1,859.78	-193.82
专项储备	3,371.11	3,689.82	5,357.44	4,112.39
盈余公积金	4,020.93	4,020.93	3,681.49	3,481.77
未分配利润	39,845.85	39,247.78	38,978.95	35,163.45
归属于母公司所有者权益合计	188,353.93	183,038.67	176,255.07	148,350.60
少数股东权益	157,927.75	140,627.65	105,287.12	107,014.38
所有者权益合计	346,281.69	323,666.32	281,542.18	255,364.98
负债和所有者权益合计	1,973,433.24	1,952,048.09	1,537,082.31	1,270,805.29

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告和未经审计的 2018 年一季报，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
营业总收入	113,335.12	980,643.99	652,995.63	511,808.87
营业收入	113,335.12	980,643.99	652,642.06	511,471.09
手续费及佣金收入	-	-	353.57	337.78
营业总成本	113,236.53	969,137.36	649,835.10	515,165.20
营业成本	99,881.11	891,462.92	590,700.96	455,041.83
营业税金及附加	822.26	6,287.88	5,867.46	15,107.90
销售费用	596.79	5,011.30	2,893.62	2,559.93
管理费用	7,604.12	34,719.44	29,427.36	26,858.18
财务费用	5,002.36	18,353.09	10,397.99	10,042.72
资产减值损失	-670.11	13,302.73	10,547.71	5,554.63
其他经营收益	122.55	158.91	1,292.88	3,266.22
投资净收益	122.55	158.91	1,292.88	3,266.22
营业利润	631.30	12,638.59	4,453.41	-90.10
加：营业外收入	134.83	2,176.99	2,331.86	3,115.03
减：营业外支出	56.22	2,622.27	1,123.91	933.59
利润总额	709.90	12,193.31	5,661.35	2,091.33
减：所得税	598.73	7,148.77	2,570.73	1,183.95
净利润	111.17	5,044.54	3,090.62	907.38
减：少数股东损益	-486.90	-15.28	-924.60	-2,457.42
归属于母公司所有者的净利润	598.07	5,059.81	4,015.22	3,364.79

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告和未经审计的 2018 年一季度报，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	156,473.63	812,328.61	551,405.47	441,976.51
收到的税费返还	26.08	404.86	140.40	259.66
收到其他与经营活动有关的现金	21,603.43	74,194.52	68,850.59	45,404.48
收取利息、手续费及佣金的现金	108.63	249.30	376.61	326.70
经营活动现金流入小计	178,211.77	887,177.29	620,773.07	487,967.34
购买商品、接受劳务支付的现金	168,022.03	711,661.63	498,034.42	413,308.61
支付给职工以及为职工支付的现金	11,149.33	50,629.49	37,595.50	31,189.21
支付的各项税费	13,025.29	37,107.62	32,333.23	17,361.13
支付其他与经营活动有关的现金	10,592.16	51,923.16	35,221.60	30,910.50
经营活动现金流出小计	202,788.80	851,321.90	603,184.75	492,769.45
经营活动产生的现金流量净额	-24,577.03	35,855.40	17,588.32	-4,802.10
收回投资收到的现金	-	-	2,000.00	0.00
取得投资收益收到的现金	-	355.86	289.02	564.30
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	101.85	1,043.09	644.02	407.05
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	-	0.00	8,018.85
收到其他与投资活动有关的现金	7,867.79	44,186.62	58,091.97	28,751.72
投资活动现金流入小计	7,969.64	45,585.57	61,025.01	37,741.92
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	13,387.37	152,204.61	89,943.51	28,896.13
投资支付的现金	-	149.00	928.10	20,073.04
支付其他与投资活动有关的现金	1,414.80	52,204.48	9,048.46	28,510.36
投资活动现金流出小计	14,802.17	205,141.17	99,920.07	77,479.53
投资活动产生的现金流量净额	-6,832.54	-159,555.59	-38,895.06	-39,737.61
吸收投资收到的现金	21,300.00	40,316.59	459.55	116,666.60
取得借款收到的现金	116,658.70	446,465.70	349,487.93	515,727.06
收到其他与筹资活动有关的现金	1,062.27	3,982.30	6,031.09	6,932.10
筹资活动现金流入小计	139,020.97	490,764.58	355,978.57	639,325.75
偿还债务支付的现金	61,005.00	225,054.29	313,520.84	431,942.35
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5,002.71	35,397.89	33,738.38	33,554.92
支付其他与筹资活动有关的现金	-	13,770.01	11,828.16	2,313.81
筹资活动现金流出小计	66,007.71	274,222.19	359,087.38	467,811.08
筹资活动产生的现金流量净额	73,013.25	216,542.40	-3,108.81	171,514.68
汇率变动对现金的影响	268.30	-493.25	-72.87	589.59
现金及现金等价物净增加额	41,871.98	92,348.95	-24,488.43	127,564.56

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告和未经审计的 2018 年一季度报，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	5,044.54	3,090.62	907.38
加：资产减值准备	13,302.73	10,547.71	5,554.63
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	10,014.46	10,426.57	10,480.30
无形资产摊销	277.66	242.70	317.15
长期待摊费用摊销	6,256.99	5,173.23	2,845.97
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-	-154.83	384.66
固定资产报废损失	-650.70	-	-
财务费用	17,880.55	14,619.34	13,116.78
投资损失	-158.91	-1,292.88	-3,266.22
递延所得税资产减少	-927.41	-1,959.42	-776.81
存货的减少	11,800.12	-105,994.21	-60,423.85
经营性应收项目的减少	-139,223.75	-89,500.03	-54,867.18
经营性应付项目的增加	113,931.40	170,499.94	79,596.59
其他	-1,692.28	1,889.56	1,328.51
间接法-经营活动产生的现金流量净额	35,855.40	17,588.32	-4,802.10

资料来源：2015-2017年公司审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
有息债务（万元）	866,295.59	809,276.05	584,472.90	543,107.45
资产负债率	82.45%	83.42%	81.68%	79.91%
流动比率	1.22	1.07	1.20	1.26
速动比率	0.85	0.72	0.73	0.85
综合毛利率	11.87%	9.09%	9.54%	11.09%
EBITDA（万元）	-	46,622.97	36,123.19	28,851.53
EBITDA 利息保障倍数	-	2.35	2.31	2.05

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告和未经审计的 2018 年一季报，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。